

推荐 (维持)

**费用增长快拉低业绩增速，下半年有望改善**

风险评级：中风险

碧水源 (300070) 2018 年中报点评

2018 年 8 月 8 日

**投资要点：**

黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

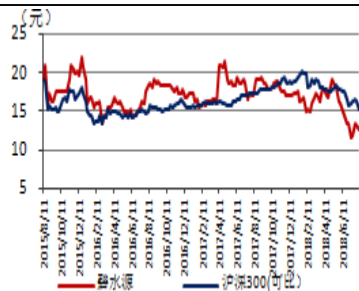
S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

**主要数据**
**2018 年 8 月 7 日**

收盘价(元)	12.83
总市值(亿元)	404.21
总股本(亿股)	31.51
流通股本(亿股)	20.16
ROE (TTM)	13.31%
12 月最高价(元)	19.87
12 月最低价(元)	11.14

**股价走势**


资料来源：东莞证券研究所，Wind

**相关报告**

**事件：**碧水源 (300070) 发布2018年半年报，实现营业收入38.54亿元，同比增长33.14%；归母净利润3.65亿元，同比下降31.61%；扣非后净利润3.54亿元，同比增长10.2%。

**点评：**

■ **费用增长快，拉低净利润增速。**公司归母净利润较上年同期下降，主要是上年同期获得较大处置投资收益所致。扣非后净利润同比增长10.2%，低于市场预期。上半年的毛利率为34.44%，同比上升7.24个百分点。净利润增速低于收入增速，主要原因在于费用增长较快。销售费用同比增加62.08%，管理费用同比增加42.89%，财务费用同比增加179.75%。销售费用和管理费用增长较快一方面是业务规模扩大，另一方面是合并良业环境所致。而报告期内公司PPP业务增多导致投资资金需求增加，资产负债率有所上升，本报告期内为57.66%，同比上升9.55%，同时在当前融资偏紧的环境下，贷款利息费用增加较快，因此财务费用大幅增加。此外，上半年应收账款及其他应收款计提坏账导致资产减值损失1亿元。

■ **PPP强监管周期下，现金流下降。**2017年下半年以来PPP迎来强监管周期，2018年上半年公司经营活动产生的现金流量净额为-13.59亿元，同比下降93.39%，主要为上半年受降杠杆政策影响，PPP项目信贷周期变长，相应项目结算及付款周期有所滞后，同时项目付款及费用同比大量增长所致。公司部分项目存在进度有所减缓的情况，因此，基于项目进度和综合收益情况公司对在手项目进行主动清理，未来公司业务也将逐渐回到主要以环保水处理项目为主的方向。

■ **膜技术具备核心优势，市场竞争力强，持续增长可期。**公司在膜材料制造技术、膜设备及膜技术水处理工艺领域保持领先优势，拥有全系列膜生产技术，尤其在近几年DF膜开始规模化生产后，通过“MBR+DF”工艺可以将污水直接处理为达到地表水II或III类的高品质再生水，为雄安新区建设、黄河以北缺水地区及工业园区零排放等提供较强的技术支持。凭借强大的膜技术实力，公司在后续的环保水处理领域将获得持续的发展。

■ **投资建议：维持“推荐”评级。**预计2018-2020年EPS分别为1.00元、1.35元、1.68元，对应PE分别为13倍、10倍、8倍，估值处于历史底部。伴随积极的财政政策，下半年环保建设融资有望获得重点支持，公司作为龙头企业，维持“推荐”评级。

■ **风险提示。**资金面紧张，竞争加剧毛利率下降，订单落地低于预期。

图：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	<b>13767.29</b>	<b>18541.82</b>	<b>23609.26</b>	<b>28515.91</b>
营业总成本	<b>11116.00</b>	<b>14958.76</b>	<b>18696.85</b>	<b>22313.71</b>
营业成本	9779.75	12935.40	16240.07	19438.60
营业税金及附加	52.72	64.90	82.63	99.81
销售费用	231.16	305.94	389.55	470.51
管理费用	546.04	741.67	944.37	1140.64
财务费用	363.40	632.73	792.33	878.99
资产减值损失	142.94	278.13	247.90	285.16
<b>其他经营收益</b>	<b>450.11</b>	<b>250.00</b>	<b>250.00</b>	<b>250.00</b>
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	450.11	250.00	250.00	250.00
<b>营业利润</b>	<b>3101.40</b>	<b>3833.06</b>	<b>5162.41</b>	<b>6452.19</b>
加 营业外收入	19.57	10.00	10.00	10.00
减 营业外支出	10.35	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3110.61</b>	<b>3843.06</b>	<b>5172.41</b>	<b>6462.19</b>
减 所得税	539.07	653.32	879.31	1098.57
<b>净利润</b>	<b>2571.54</b>	<b>3189.74</b>	<b>4293.10</b>	<b>5363.62</b>
减 少数股东损益	81.98	38.43	51.72	64.62
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>2509.38</b>	<b>3151.31</b>	<b>4241.37</b>	<b>5299.00</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.80</b>	<b>1.00</b>	<b>1.35</b>	<b>1.68</b>

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn